

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山煤国际 (600546)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

二季度产量恢复盈利提升, 销售结构调整售价 同环比上涨

2024 年 8 月 31 日

事件: 2024 年 8 月 30 日, 山煤国际发布半年度报告, 2024 年上半年公司实现营业收入 140.57 亿元, 同比下降 32.01%, 实现归母净利润 12.91 亿元, 同比下降 57.79%; 扣非后净利润 13.80 亿元, 同比下降 55.67%。经营活动现金流量净额 23.81 亿元, 同比下降 17.57%; 基本每股收益 0.65 元/股, 同比下降 57.79%。资产负债率为 51.57%, 同比下降 1.43pct。

2024 年第二季度, 公司单季度营业收入 77.01 亿元, 同比下降 23.20%, 环比上涨 21.17%; 单季度归母净利润 7.07 亿元, 同比下降 48.42%, 环比上涨 21.30%; 单季度扣非后净利润 7.77 亿元, 同比下降 44.04%, 环比上涨 28.84%。

点评:

- **2024 上半年公司煤炭产销量明显下滑, 煤炭业务收入同比下降。** 2024 上半年公司实现原煤产量 1,538.12 万吨, 同比减少 27.40%; 公司实现煤炭生产业务收入 81.74 亿元, 同比下降 42.27%, 销量 1,191.75 万吨, 同比减少 38.51%, 销售均价 685.92 元/吨。上半年公司进一步加快产能核增手续办理步伐。截至中报披露日, 长春兴煤业完成 600 万吨/年生产要素公告, 凌志达煤业完成 240 万吨/年生产要素公告, 韩家洼煤业完成 150 万吨/年生产要素公告。
- **2024 上半年公司贸易煤业务进一步发展。** 2024 上半年公司实现煤炭贸易业务收入 55.80 亿元, 同比下降 10.13%, 贸易量 891.34 万吨, 同比增长 17.77%, 销售均价 626.02 元/吨。进口方面, 公司围绕“优化煤源、煤种结构, 提高全方位满足用户需求的能力”整体目标扎实推进, 成功开发马来西亚 4700 卡、印尼煤 5700 卡等煤源渠道, 进一步优化了海外煤炭市场的货源结构, 进口量 536.24 万吨, 同比增幅 27.91%。
- **Q2 自产煤销量环比增长摊薄成本, 价格逆势上涨, 毛利率环比抬升。** 2024 年第二季度, 在一季度春节假期与山西地区的安监形势等生产相关因素的影响结束后, 公司自产煤销量有所恢复, 实现环比增长, 为 645.60 万吨, 同环比-33.27%/+18.21%; 随销售结构调整, 公司自产煤售价 705.89 元/吨, 同环比+6.65%/+6.58%, 实现上涨; 自产煤吨煤成本 305.74 元/吨, 同环比+19.24%/-0.85%; 自产煤吨煤毛利 400.16 元/吨, 同环比-1.31%/+13.06%; 自产煤毛利率 56.69%, 同环比-4.6/+3.3pct。我们预计 2024 下半年, 公司产量有望实现进一步恢复。
- **Q2 贸易煤销量环比增长, 吨毛利下滑较明显。** 2024 年第二季度, 公司贸易煤销量 508.02 万吨, 同环比+4.38%/+32.53%; 贸易煤售价 589.76 元/吨, 同环比-16.59%/-12.51%; 贸易煤吨煤成本 577.55 元/吨, 同环

比 -15.47%/-10.79%；贸易煤吨煤毛利 12.20 元/吨，同环比 -48.76%/-54.21%；贸易煤毛利率 2.07%，同环比-1.3/-1.9pct。24H1，公司成功开发马来西亚 4700 卡、印尼 5700 卡等煤源渠道，优化海外煤炭市场货源结构，进口量 536.24 万吨，同比增幅 27.91%。

- **资源税上涨影响公司盈利。**按应税煤炭销售额为计税依据,根据《山西省人民代表大会常务委员会关于资源税具体适用税率等有关事项的决定》自 2024 年 4 月 1 日起,原矿税率由 8%调整为 10%,选矿税率由 6.5%调整为 9%。该部分资源税缴纳在 2024 上半年影响公司利润水平。
- **盈利预测及评级:**回顾上半年煤炭市场,我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象,当前终端电厂库存仍然维持较高日耗水平,库存持续去化,叠加化工用煤持续增长。我们认为下半年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑,较难出现市场价格单边下行的情形。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 26.63 亿、27.46 亿、28.27 亿, EPS 分别 1.34/1.39/1.43 元/股;我们看好公司的投资价值,维持公司“买入”评级。
- **风险因素:**国内宏观经济增长严重失速;安全生产风险;产量出现波动的风险。

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	46,394	37,371	31,903	33,467	35,137
同比(%)	-3.5%	-19.4%	-14.6%	4.9%	5.0%
归属母公司净利润	6,929	4,260	2,663	2,746	2,827
同比(%)	40.3%	-38.5%	-37.5%	3.1%	2.9%
毛利率(%)	44.8%	39.1%	35.5%	35.0%	34.6%
ROE(%)	46.0%	27.2%	16.9%	21.1%	28.2%
EPS (摊薄) (元)	3.50	2.15	1.34	1.39	1.43
P/E	3.31	5.38	8.61	8.35	8.11
P/B	1.52	1.46	1.46	1.76	2.29
EV/EBITDA	1.43	2.84	2.31	2.11	2.06

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测, 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,117	8,500	12,097	13,911	15,652	营业总收入	46,394	37,371	31,903	33,467	35,137
货币资金	10,329	6,372	9,348	10,996	11,855	营业成本	25,610	22,753	20,590	21,762	22,981
应收票据	385	0	0	0	0	营业税金及附加	2,245	1,930	2,233	2,343	2,460
应收账款	1,162	398	638	669	1,439	销售费用	558	557	430	451	490
预付账款	381	564	618	653	345	管理费用	1,622	1,769	1,313	1,377	1,518
存货	1,086	503	686	725	958	研发费用	335	387	280	294	327
其他	774	663	807	867	1,055	财务费用	480	224	455	528	596
非流动资产	31,464	32,117	31,126	30,286	28,797	减值损失合计	-31	-82	-139	-116	0
长期股权投资	635	655	520	535	475	投资净收益	-112	29	-92	-88	-93
固定资产(合计)	15,168	18,733	17,944	18,289	17,219	其他	100	86	35	34	38
无形资产	6,007	5,828	5,718	5,572	5,444	营业利润	15,502	9,784	6,406	6,542	6,709
其他	9,654	6,901	6,944	5,891	5,660	营业外收支	-434	-287	-392	-341	-310
资产总计	45,580	40,617	43,223	44,197	44,449	利润总额	15,069	9,496	6,014	6,202	6,399
流动负债	20,619	12,511	12,859	14,302	15,286	所得税	4,127	2,697	1,678	1,730	1,796
短期借款	1,639	500	1,100	1,445	1,777	净利润	10,942	6,800	4,337	4,472	4,603
应付票据	63	151	196	205	218	少数股东损益	4,012	2,540	1,674	1,726	1,777
应付账款	4,191	4,615	3,146	3,325	3,511	归属母公司净利润	6,929	4,260	2,663	2,746	2,827
其他	14,726	7,245	8,417	9,328	9,780	EBITDA	17,898	11,938	8,632	9,085	9,354
非流动负债	6,179	7,575	8,096	8,655	9,120	EPS(当年)(元)	3.50	2.15	1.34	1.39	1.43
长期借款	3,468	4,651	4,976	5,531	5,996	现金流量表					
其他	2,710	2,924	3,120	3,124	3,124						单位: 百万元
负债合计	26,797	20,085	20,955	22,957	24,406	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3,735	4,854	6,528	8,253	10,030	经营活动现金流	14,274	5,985	6,833	8,819	7,502
归属母公司股东权益	15,048	15,678	15,740	12,986	10,013	净利润	10,942	6,800	4,337	4,472	4,603
负债和股东权益	45,580	40,617	43,223	44,197	44,449	折旧摊销	1,812	1,916	2,163	2,355	2,358
						财务费用	600	369	455	528	596
						投资损失	112	-29	92	88	93
						营运资金变动	720	-3,203	-723	929	-447
						其它	88	132	509	447	298
						投资活动现金流	-3,538	-1,997	-1,771	-2,050	-1,260
						资本支出	-1,638	-1,945	-1,872	-1,997	-1,227
						长期投资	-1,900	-62	126	-18	60
						其他	0	10	-25	-35	-93
						筹资活动现金流	-12,429	-9,022	-2,156	-5,125	-5,599
						吸收投资	0	0	5	0	0
						借款	-3,867	44	925	900	797
						支付利息或股息	-6,601	-6,843	-5,455	-6,028	-6,396
						现金净增加额	-1,693	-5,035	2,905	1,644	642

主要财务指标					
		单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	46,394	37,371	31,903	33,467	35,137
同比(%)	-3.5%	-19.4%	-14.6%	4.9%	5.0%
归属母公司净利润	6,929	4,260	2,663	2,746	2,827
同比(%)	40.3%	-38.5%	-37.5%	3.1%	2.9%
毛利率(%)	44.8%	39.1%	35.5%	35.0%	34.6%
ROE(%)	46.0%	27.2%	16.9%	21.1%	28.2%
EPS(摊薄)(元)	3.50	2.15	1.34	1.39	1.43
P/E	3.31	5.38	8.61	8.35	8.11
P/B	1.52	1.46	1.46	1.76	2.29
EV/EBITDA	1.43	2.84	2.31	2.11	2.06

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 ±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。